

Крук Д.Э.¹

ВЫБОР ИНСТРУМЕНТОВ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ В БЕЛАРУСИ В УСЛОВИЯХ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

Выбор инструментов монетарной политики в условиях таргетирования инфляции, как правило, основывается на оценке каналов монетарной трансмиссии. В данной работе оценивается ряд каналов трансмиссионного механизма Беларуси, что дает основания выявить вероятные препятствия для введения режима таргетирования инфляции в Беларуси. Оценка каналов монетарной трансмиссии демонстрирует доминирующую роль канала обменного курса в Беларуси. В результате выделяется ряд характеристик белорусской экономики, которые можно рассматривать как препятствия для смены режима монетарной политики: долларизация, открытость экономики, а также ее переходный контекст. В данной работе анализируется опыт перехода к новому режиму монетарной политики в других переходных и развивающихся странах. Это дает основания предполагать, что эволюционный подход в виде переходных форм режима инфляционного таргетирования (inflation targeting lite) может быть более целесообразен в белорусских условиях. Принимая во внимание данные послышки, в работе предлагается возможный механизм перехода к режиму таргетирования инфляции в Беларуси. Кроме того, в данном исследовании рассматриваются аспекты воздействия нового режима монетарной политики на долгосрочные параметры развития экономики и приводится ряд теоретических аргументов, обосновывающих наличие такой взаимосвязи. В работе показано, что помимо решения задачи обеспечения стабильной и низкой инфляции успешное введение режима таргетирования инфляции может благоприятно сказаться на развитии белорусской кредитно-финансовой системы, что, в свою очередь, может способствовать экономическому росту. В работе предложена методология тестирования данной гипотезы, что является направлением для последующих исследований.

1. Введение

В течение последнего десятилетия многие страны перешли на использование таргетирования инфляции (ТИ) в качестве режима монетарной политики. В последние годы эта тенденция затронула также ряд стран с переходной и развивающейся экономикой. В их числе оказалась и Беларусь, которая объявила о возможном переходе к режиму ТИ к 2010 г.

Режим инфляционного таргетирования основан на уникальной теоретической концепции, обуславливающей его преимущества. Однако на практике режим ТИ может быть истолкован различным образом, и стратегия монетарной политики в его рамках может существенно отличаться между странами (см., например, Daianu, Lungu (2005) и Mishkin, Schmidt-Hebbel (2001). Та или иная модификация данного режима определяется балансом между двумя принципами деятельности центрального банка: предопределенности или свободы его действий. Данный критерий, как правило, становится основным для проведения классификации режимов монетарной политики (Stone, Bhundia (2004). Вследствие большего числа специфических препятствий, с которыми сталкиваются переходные и развивающиеся страны, в большинстве своем они используют переходные формы режима ТИ (IT Lite) (Stone (2002). Отклонения от теоретической концепции режима ТИ могут ограничивать возможности достижения его потенциальных преимуществ. Но, вместе с тем, такая ситуация

¹ Исследовательский центр ИПМ.

может рассматриваться и как оптимальный выбор для определенной страны вследствие ее экономической специфики, которая предполагает принятие больших рисков, связанных с сильной предопределенностью монетарной политики в условиях ТИ.

Анализ целесообразности введения режима ТИ для отдельной страны уместно начать с рассмотрения возможных препятствий для реализации теоретической концепции ТИ. В ряде случаев эти специфические особенности могут обуславливать неэффективность данного режима в рамках определенной экономики. Например, ряд специфических особенностей выделяется для режима ТИ в условиях малой открытой экономики (Gali, Manacelli (2002) and Svensson (1998)), в условиях долларизированной экономики (Leiderman et al (2006)), а также в условиях переходной экономики (Jonas, Mishkin (2003)). Все данные характеристики можно применить к белорусской экономике. Поэтому предпосылку о том, что режим ТИ в его классическом виде является наилучшим вариантом для Беларуси, вряд ли можно принять априори. Следовательно, необходим тщательный анализ возможных препятствий для его внедрения. Такой анализ должен также включать структуру трансмиссионного механизма (ТМ) страны, изучение которого чрезвычайно важно в условиях режима ТИ.

Режим ТИ подразумевает также выполнение ряда правил на операционном уровне реализации монетарной политики. Поэтому на втором этапе данной работы мы рассматриваем операционную среду применения инструментов монетарной политики. На данном этапе необходимо определить, насколько существующая практика использования инструментов монетарной политики совпадает с концепцией режима ТИ, поскольку несоответствие этим принципам на операционном уровне может стать угрозой для успешности режима ТИ.

Поскольку теоретическая концепция режима ТИ предполагает создание предпосылок для стабильного долгосрочного роста, то следует также рассматривать и долгосрочные аспекты изменений режима монетарной политики. В этом случае представляют интерес возможные каналы воздействия монетарной политики на долгосрочный рост. В Kruk (2006) рассматривается воздействие кредитно-финансовой системы на долгосрочный экономический рост и показано, что в случае переходных стран это воздействие может быть ослаблено. Последний вывод может быть применим и к Беларуси. В настоящей же работе мы рассматриваем воздействие изменений режима монетарной политики на кредитно-финансовую систему. Выделяя возможные каналы такого воздействия, мы формируем базу для последующих эмпирических исследований.

Данная работа имеет следующую структуру. Во втором разделе рассматриваются вызовы введению в Беларуси режима ТИ, в третьем проведена оценка каналов ТМ, которые представляют интерес в контексте режима ТИ, в четвертом анализируется операционный уровень белорусской монетарной политики, в пятом рассматриваются взаимосвязи между переходом к режиму ТИ и возможными изменениями в воздействии кредитно-финансовой системы на экономический рост. Далее представлены основные выводы и направления для последующих исследований.

2. Препятствия для введения в Беларуси режима таргетирования инфляции

2.1. Долларизация и таргетирование инфляции

Первой потенциальной угрозой режиму ТИ в Беларуси можно считать высокий уровень долларизации, свойственный белорусской экономике. Гипотеза о том, что режим ТИ не

эффективен в условиях долларизированной экономики, выдвигалась в ряде исследований. Во-первых, вследствие различий в трансмиссионном механизме между странами с принципиально различной степенью долларизации экономики. Режим ТИ, по определению, предполагает «использование широкой стратегии, в которую включен широкий перечень экономических переменных помимо денежных агрегатов и обменных курсов»¹. На практике это означает, что, как правило, в качестве основного инструмента монетарной политики центральный банк использует процентную ставку, в то время как другие переменные (включая обменный курс) рассматриваются в качестве индикативных и выступают в качестве своего рода стабилизаторов (поглотителей шока). В то же время передаточный эффект от обменного курса к ценам в долларизированных экономиках, как правило, значительно выше, чем в недолларизированных. Поэтому можно предположить, что классическая структура режима ТИ не работает должным образом в условиях высокой долларизации и приводит к высокой волатильности инфляции. Кроме того, в условиях долларизации следует иметь в виду вероятность проявления балансового эффекта. Он заключается в следующем: значительная часть пассивов банков и предприятий в долларизированной экономике номинированы в иностранной валюте, а активы номинированы преимущественно в национальной валюте. В таком случае рассмотрение обменного курса в качестве монетарной переменной – поглотителя шока может привести к ряду негативных последствий. Например, существенная девальвация обменного курса может привести к проблемам банковского сектора вследствие высокого уровня валютного риска. Более того, это может привести к существенному снижению спроса на деньги и рефляции, что противоречит поставленной задаче достижения предопределенного уровня инфляции. Такие последствия девальвации значительно отличаются от ожидаемых последствий девальвации в недолларизированной экономике. Вместе с тем в ряде исследований продемонстрировано, что даже в условиях долларизации режим ТИ может быть эффективен. Например, в Leiderman и др. (2006) показано, что, несмотря на специфику передаточных эффектов в долларизированной экономике, введение режима ТИ вносит позитивные сигналы для экономических агентов. Более прозрачная и предсказуемая монетарная политика обеспечивает более низкие инфляционные ожидания и способствует замедлению инфляции. Кроме того, в рассматриваемой работе продемонстрировано, что сам по себе режим ТИ приводит к снижению уровня долларизации в экономике и, таким образом, приближает ее ТМ к «эталонному», вместе с тем смягчая возможные балансовые эффекты.

В 2001 – 2006 гг. уровень долларизации² в Беларуси неуклонно снижался, сократившись с 65 % в 2001 г. до уровня около 35 % в 2006 г. В начале 2007 г. произошел небольшой скачок данного показателя, а на сегодняшний день он колеблется на уровне около 32 – 33%. Несмотря на благоприятные тенденции, уровень долларизации в Беларуси по-прежнему остается очень высоким в соответствии с международными нормами. Поэтому для Беларуси могут быть актуальны оба рассмотренных механизма влияния долларизации на финансовый сектор, препятствующих введению режима ТИ. Вместе с тем можно предположить, что, несмотря на данные препятствия, введение режима ТИ возможно в Беларуси (с рядом оговорок). Кроме того, сам по себе новый режим монетарной политики может стать стимулом для дальнейшего снижения уровня долларизации. Следует отметить, что замедление инфляции и укрепление реального обменного курса белорусского рубля к

¹ Mishkin (2000).

² Уровень долларизации рассчитывается как доля депозитов, номинированных в иностранной валюте в общем объеме депозитов.

доллару США, вероятно, были основными причинами снижения уровня долларизации в 2001 – 2006 гг., несмотря на неоднозначность статической проверки данной гипотезы¹.

Принимая во внимание рассмотренные выше послышки, можно предположить, что высокий уровень долларизации не означает, что режим ТИ не применим к Беларуси в целом. Но, вместе с тем, следует иметь в виду, что обменный курс нецелесообразно рассматривать в качестве монетарной переменной – поглотителя шоков, по крайней мере, на первых этапах использования нового режима монетарной политики. Следовательно, первые шаги в направлении режима ТИ не должны предполагать резких и существенных колебаний обменного курса. Постепенно же можно переходить к режимам обменного курса, предполагающим большую степень его волатильности.

2.2. Таргетирование инфляции в условиях открытой экономики

Второй потенциальной угрозой для режима ТИ в Беларуси можно считать высокую степень зависимости экономики от внешнего сектора (внешняя торговля составляет около 113% от ВВП). Таким образом, экономику Беларуси можно классифицировать как малую открытую экономику. В таком случае чрезвычайно важным для страны представляется показатель внешней конкурентоспособности. В приложении к анализу ТМ это означает относительно высокую эффективность канала обменного курса, и, как и в случае с долларизацией, передаточный эффект от обменного курса к ценам становится доминирующим в экономике. Поэтому довольно часто страны, которые можно классифицировать как страны с малой открытой экономикой, используют таргетирование обменного курса в качестве режима монетарной политики или, по крайней мере, рассматривают обменный курс (показатель ценовой конкурентоспособности) в качестве второй по значимости конечной цели монетарной политики. «Классическая» структура режима ТИ, когда инфляция выступает в качестве основной цели, а обменный курс – в качестве поглотителя шока, в условиях малой открытой экономики может приводить к противоречиям в монетарной политике и, следовательно, к ряду неблагоприятных последствий. В отношении Беларуси как потенциальную угрозу можно рассматривать следующий сценарий. Жесткая монетарная политика в рамках ТИ может привести к удорожанию реального эффективного обменного курса и, соответственно, к снижению внешней ценовой конкурентоспособности. В более долгосрочной перспективе это может оказать давление на обменный курс и привести к последующей существенной девальвации (если обменный курс становится плавающим). Поскольку передаточный эффект от обменного курса к ценам, вероятно, является наиболее сильным, это может привести к существенному отклонению фактического уровня инфляции от таргетируемого значения. Более того, в ближайшей перспективе высока вероятность роста торгового дефицита Беларуси в номинальном выражении вследствие повышения цен на энергоносители. В этих условиях неограниченные колебания обменного курса, с высокой вероятностью, будут оказывать давление на цены. Следует отметить, что в последние годы привязка обменного курса, которая также учитывает динамику внешней конкурентоспособности², была существенным фактором замедления инфляции.

Таким образом, условия малой открытой экономики налагают ряд ограничений на возможное введение режима ТИ, идентичных ограничениям со стороны долларизации –

¹ См. Horvath, Maino (2006).

² Оценка функции реакции НББ в Horvath, Maino (2006) свидетельствует о том, что 1%-ное изменение реального эффективного обменного курса приводит к обратно пропорциональному изменению номинального обменного курса на 0.73%.

иерархия целей и инструментов в рамках режима ТИ не должна предполагать значительной волатильности обменного курса.

2.3. Переходная экономика и таргетирование инфляции

Третьей потенциальной угрозой для режима ТИ является переходный контекст белорусской экономики. Серьезной проблемой для переходных экономик может быть нестабильность взаимосвязей между экономическими показателями, характеризующими поведение экономических агентов. Можно предположить, что в условиях переходной экономики функции реакции экономических агентов весьма чувствительны к экономическим условиям и проводимой политике. Поэтому зачастую на первый план выходит проблема верной идентификации макроэкономических взаимосвязей. Это означает, например, что идентификация каналом ТМ в переходных экономиках весьма проблематична¹. Кроме того, эта проблема усугубляется вследствие недостатка статистических данных, доступностью статистических данных за небольшие промежутки времени и, наконец, ненадежностью данных. Все эти проблемы в той или иной степени применимы к Беларуси². В то же время надежный прогноз инфляции является важной составляющей режима ТИ, другими словами режим ТИ можно интерпретировать как «таргетирование прогнозного значения инфляции³». Если центральный банк не в состоянии прогнозировать инфляцию с высокой степенью надежности в среднесрочном периоде, то это означает, что реализовать на практике режим ТИ для него будет затруднительно. Во-первых, у центрального банка в такой ситуации не будет достаточных оснований для использования того или иного инструмента монетарной политики. Кроме того, вероятна ситуация, когда использование инструмента политики в соответствии с модельными расчетами де-факто будет противоречить достижению цели монетарной политики. Это означает, что центральный банк не в состоянии выполнить свой собственный прогноз по показателю инфляции, т.е. не в состоянии проводить эффективную монетарную политику в режиме ТИ. Во-вторых, невозможность и/или неспособность центрального банка обеспечить надежный инфляционный прогноз подорвет доверие экономических агентов к его политике, которое является одним из важнейших факторов успешного режима ТИ. Это может привести к изменениям в поведении экономических агентов, что будет противоречить ожиданиям центрального банка. В результате такая ситуация вынудит монетарные власти отказаться от данного режима политики. Однако стоит отметить, что данные угрозы не являются жесткими препятствиями для введения режима ТИ, поскольку режим ТИ может стать стимулом для более стабильного поведения экономических агентов, по аналогии со случаем долларизации. Таким образом, основное требование к режиму ТИ в этом контексте – это необходимость формулирования цели монетарной политики таким образом, чтобы она была безусловно достижима на практике в среднесрочной перспективе.

3. Оценка каналов монетарной трансмиссии в Беларуси

3.1. Опыт исследований каналов ТМ в Беларуси

Несмотря на проблемы в идентификации каналов ТМ в Беларуси, с которыми сталкиваются исследователи, существует ряд работ, в которых предприняты попытки такого рода.

¹ См. Ganev et al (2003).

² См. Horvath, Maino (2006); Kruk (2005); Каллаур, Комков, Черноокый (2005).

³ См. Svensson (1997).

Одним из первых исследований в этом направлении является работа Каллаура, Комкова, Черноокого (2005). В данной работе для оценки каналов ТМ используется подход векторных авторегрессий (VAR) без ограничений. В работе анализируются функции импульсного отклика VAR, включающих денежные агрегаты, разрыв ВВП и разрыв промышленного выпуска (рассчитываются посредством фильтра Ходрика – Прескотта), межбанковскую процентную ставку и ставку рефинансирования. Авторы демонстрируют, что изменения процентных ставок (как межбанковские ставки, так и ставка рефинансирования) оказывают обратно пропорциональное влияние на динамику разрыва ВВП и промышленного выпуска. Кроме того, они показывают наличие значимого обратно пропорционального отклика реальной ставки рефинансирования на изменение в денежном предложении ($M1$). Авторы делают вывод о том, что данные взаимосвязи свидетельствуют об идентификации процентного канала белорусского ТМ. Но, вместе с тем, они подчеркивают слабые взаимодействия в рамках этого канала. Далее делается вывод о наличии кредитного канала в белорусской экономике. Этот вывод основывается на прямо пропорциональном импульсном отклике разрыва промышленного выпуска в ответ на изменения в показателе отношения рублевых кредитов к рублевой денежной массе ($M2$). Наконец, прямо пропорциональный и значимый отклик инфляции в ответ на изменение номинального обменного курса доказывает, по мнению авторов, наличие передаточного эффекта в рамках канала обменного курса. Кроме того, показано наличие сильной взаимосвязи между изменениями номинального и реального обменного курса. Последний возвращается к своему равновесному уровню, когда исчерпывается передаточный эффект в рамках канала обменного курса.

Еще одно исследование каналов ТМ представлено в работе Horvath и Maino (2006). Они также используют методологию неограниченных VAR и демонстрируют наличие сильного передаточного эффекта от обменного курса к ценам. Положительный и значимый импульсный отклик цен на изменение обменного курса, в соответствии с их оценками, длится в течение пяти периодов (месяцев) после шока. Кроме того, они высказывают точку зрения, что этот эффект приводит к существенному кумулятивному воздействию на цены. В своей работе они также демонстрируют достаточно слабые взаимосвязи между деньгами и инфляцией (прямо пропорциональный и значимый отклик, но очень слабый), а также между деньгами и выпуском (незначимый), что затрудняет взаимодействие на втором этапе монетарной трансмиссии. Наиболее ценными в этом контексте представляются выводы, связанные с направлением взаимосвязей (каузальность по Грейнджеру) между межбанковской процентной ставкой и ставкой рефинансирования Национального банка Республики Беларусь (далее – Национальный банк), а также оценка функции реакции Национального банка. Во-первых, показано, что Национальный банк приспосабливает свою процентную ставку (ставку рефинансирования) к межбанковской ставке, что может показаться нестандартным для обычной монетарной среды. Вместе с тем данный вывод совпадает с теоретическими ожиданиями для операционной среды, в которой обменный курс рассматривается в качестве доминирующей цели, а процентная ставка центрального банка устанавливается в зависимости от ее рыночного значения. Во-вторых, оценка функции реакции Национального банка в данной работе показывает, что Национальный банк удешевляет номинальный обменный курс, реагируя на отклонения от целевого параметра инфляции (через лаговые значения уровня инфляции), удорожание реального обменного курса, увеличение ставки по федеральным фондам в США, которая используется в качестве прокси паритета процентных ставок. Такая функция реакции Национального банка подтверждает посылку о том, что фактически проводимая монетарная политика довольна близка по своей сути к режиму таргетирования в условиях боязни плавления (FFCT), при котором внешняя конкурентоспособность играет ключевую роль.

Результаты недавнего исследования Bogetic и Mladenovic (2006) преимущественно противоречат результатам предыдущих работ. Они также используют методологию VAR, проверяют гипотезу о коинтеграции переменных и строят модели с механизмом корректировки ошибки. С одной стороны, они также приходят к выводу о сильном передаточном эффекте в рамках канала обменного курса. Кроме того, авторы приходят к выводу о наличии коинтеграции между ценами и обменным курсом, т. е. о наличии долгосрочной зависимости между данными переменными. Далее в работе продемонстрировано наличие краткосрочных взаимосвязей по Грейнджеру от обменного курса к ценам. Более того, в соответствии с их выводами обменный курс оказывает наиболее сильное влияние на цены в краткосрочном периоде. С другой стороны, они демонстрируют наличие сильного аккомодационного эффекта в белорусской монетарной политике, подразумевая под этим существенную роль заработной платы в качестве фактора изменения цен. В результате они приходят к выводу, что белорусские монетарные власти реагируют на шоки в реальном секторе, и, таким образом, ослабляют собственные импульсы, направляемые в экономику. Практическая значимость данных результатов не столь высока, поскольку в своей работе авторы используют выборку за период 1996 – 2001 гг., а монетарная среда с тех пор претерпела значительные изменения.

3.2. Новые результаты исследования трансмиссионного механизма в Беларуси

3.2.1. Методология VAR

На наш взгляд, применение VAR-методологии для оценки каналов ТМ имеет ряд ограничений как в целом, так и по отношению к Беларуси. Во-первых, целесообразным представляется разделение монетарной трансмиссии на два этапа при анализе посредством VAR. Поскольку могут возникать трудности при передаче импульсов центрального банка (например, через процентную ставку) к промежуточным переменным (например, к рыночной процентной ставке), то прямое тестирование зависимости инфляции и/или выпуска (разрыва выпуска) от этих переменных может включать в себя взаимосвязи, относимые к другим каналам ТМ, а не к тестируемому каналу. По аналогии, экономический смысл функции импульсного отклика инфляции или же выпуска от денежных агрегатов может быть неоднозначным¹. В то же время упомянутые специфические черты долларизации и малой открытой экономики дают достаточные теоретические основания для интерпретации отклика цен на изменения обменного курса как свидетельства наличия канала обменного курса.

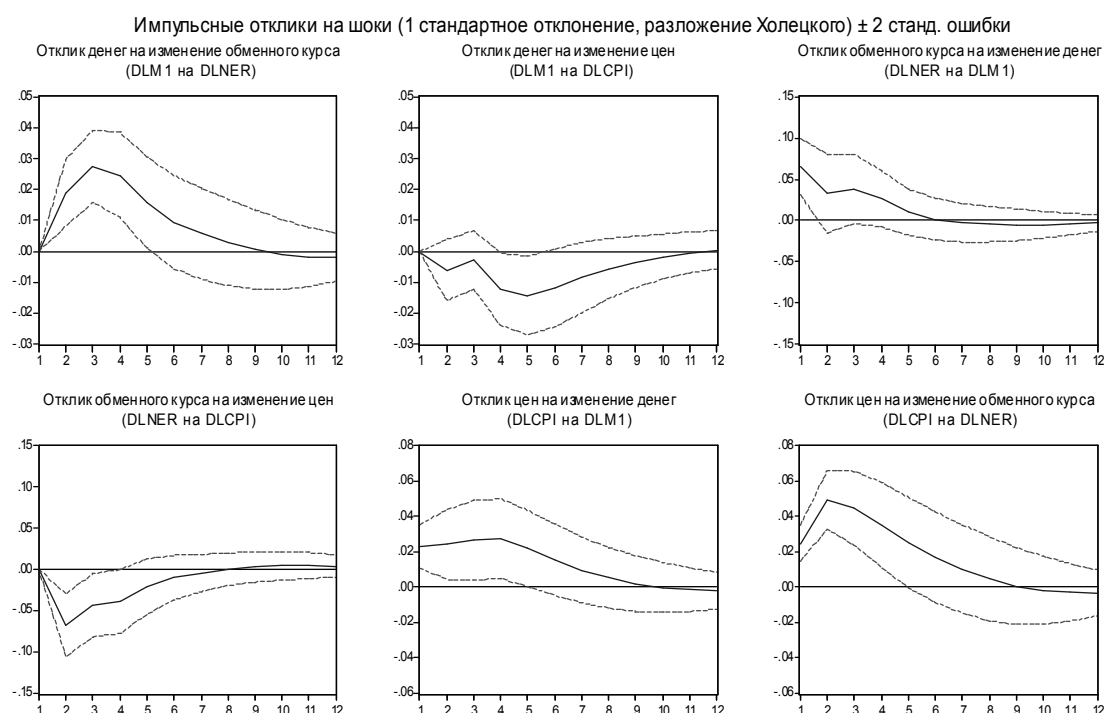
В контексте данной работы мы выделяем следующие вопросы, затрагивающие структуру ТМ в Беларуси: (1) насколько силен передаточный эффект от обменного курса к ценам и какова роль денежных агрегатов в рамках этого канала; (2) каковы взаимосвязи и какова их направленность между номинальным обменным курсом, реальным обменным курсом² и инфляцией; (3) имеет ли возможность Национальный банк передавать желаемые импульсы на межбанковский рынок, а также кредитно-депозитный рынок. При этом (1) и (2) характеризуют канал обменного курса, а (3) – процентный канал.

¹ Как показано в Kruk (2005), эмпирические исследования не дают пока основания говорить о наличии первого шага шага монетарной трансмиссии в рамках процентного канала, т.е. отсутствует статистическое подтверждение способности Национального банка передавать желаемые импульсы в экономику посредством своей процентной ставки, воздействуя на процентную ставку кредитно-депозитного рынка. Существует значимая зависимость между объявленной процентной ставкой рефинансирования (нефактической ставкой) и рыночными ставками (кредитно-депозитного рынка), и, кроме того, объявленная ставка Национального банка является причиной, по Грейнджеру, для изменения рыночных процентных ставок. Но в то же время эти взаимосвязи очень слабы и могут также частично отражать существующие директивные меры, связывающие объявленную процентную ставку рефинансирования с процентными ставками по депозитам и кредитам.

² Как в случае номинального обменного курса, так и в случае реального обменного курса мы рассматриваем обменный курс белорусского рубля к доллару США.

Для ответа на первый вопрос мы рассматриваем импульсные отклики неограниченных VAR, с четырьмя лагами, в которые включены следующие переменные (первые разности натуральных логарифмов, выборка – 1995Q1 – 2007Q2): номинальный обменный курс¹, кумулятивный ИПЦ и денежный агрегат M1. Результаты демонстрируют: (1) наличие сильного передаточного эффекта от денег к ценам (отклик $dlcpi$ на изменения $dlner$); (2) наличие значимого отклика M1 на изменение номинального обменного курса ($dln1$ на инновации в $dlner$), что демонстрирует специфический эффект в долларизированной экономике и приводит к последующему (более слабому) воздействию на цены (отклик $dlcpi$ на изменение $dln1$, см. рис. 1).

Рисунок 1 — Отклик цен, денежного агрегата M1 и номинального обменного курса на соответствующие шоки



Далее тест Грейнджера в рамках данной VAR показывает, что номинальный обменный курс является ключевой переменной, влияющей на изменения инфляции и денежного агрегата M1, в то время как влияние на саму переменную номинального обменного курса может оказывать лишь динамика инфляции. Данные результаты совпадают с результатами, приведенными в работе Horvath и Maino (2006), и подтверждают важную роль канала обменного курса в белорусской экономике.

Анализируя причинно-следственные связи и их направленность между номинальным обменным курсом, реальным обменным курсом и инфляцией, мы вновь рассматриваем неограниченную VAR, в которую включены логарифмы первых разностей этих переменных (см. рис. 2). Данный анализ свидетельствует о наличии значимых откликов номинального обменного курса (т.е. укрепление реального обменного курса приводит к укреплению номинального обменного курса) и инфляции (укрепление реального обменного курса приводит к дезинфляции) на шоки реального обменного курса. Таким образом, механизм достижения равновесия можно представить следующим образом: (1) укрепление реального обменного курса приводит к укреплению номинального обменного курса, что (2)

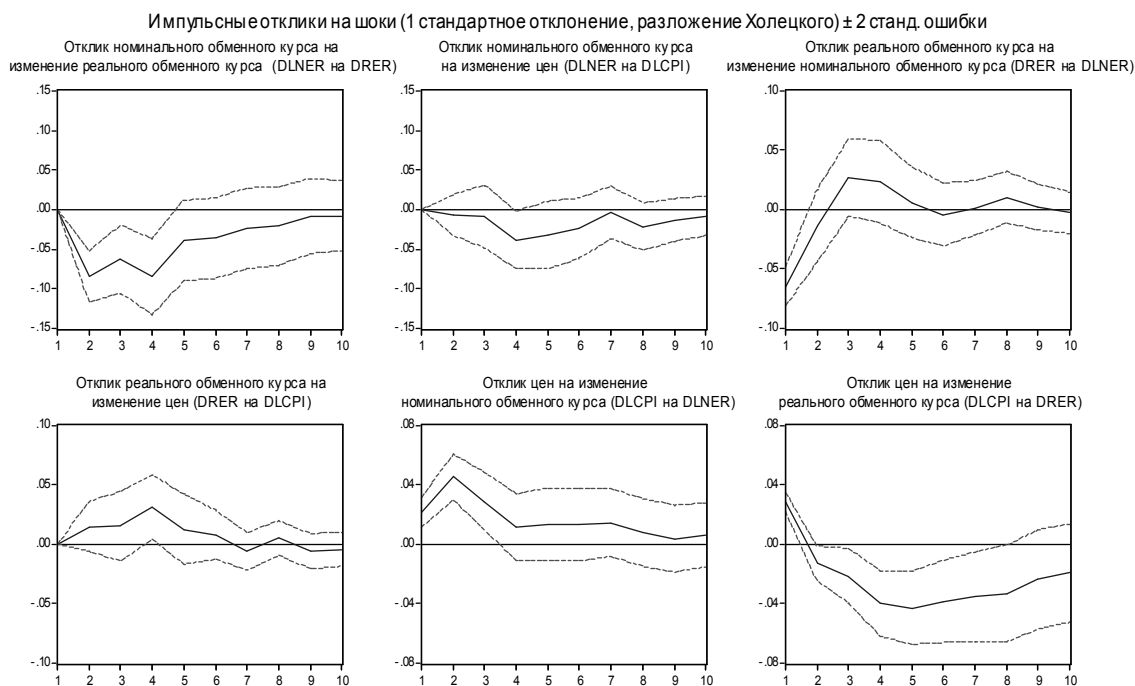
¹ Кумулятивный индекс.

обеспечивает замедление роста цен (дезинфляцию), а последнее, в свою очередь, (3) воздействует на реальный обменный курс, в результате чего устанавливается его равновесный уровень. Тест Грейнджера в рамках данной VAR демонстрирует, что реальный обменный курс является причиной для изменения как номинального обменного курса, так и инфляции. В целом анализ данной VAR демонстрирует важную роль индикатора реального обменного курса в белорусской экономике, а также помогает понять направленность причинно-следственных взаимосвязей в монетарной среде.

Таким образом, мы можем констатировать, что внешняя конкурентоспособность играет значительную роль, определяя значение номинального обменного курса.

Для анализа возможностей Национального банка передавать свою процентную ставку на денежный рынок мы рассматриваем неограниченную VAR, включающую в себя значения логарифмов реальных квартальных процентных ставок: ставки рефинансирования, межбанковской ставки, а также ставки по новым кредитам и депозитам. Однако тест на каузальность Грейнджера в рамках данной VAR не дает оснований отвергнуть ни одну из гипотез, предполагающих, что ни одна из данных переменных не влияет на другие¹. Анализ функций импульсного отклика в рамках данной VAR свидетельствует о наличии значимого отклика процентных ставок денежного рынка на изменения в межбанковской процентной ставке. При этом обратный эффект – отклик данных процентных ставок на изменение реальной ставки рефинансирования – не является значимым. Следовательно, можно констатировать отсутствие эмпирических доказательств о возможности Национального банка передавать процентные импульсы на денежный рынок.

Рисунок 2 — Отклик номинального обменного курса, реального обменного курса и цен на соответствующие шоки



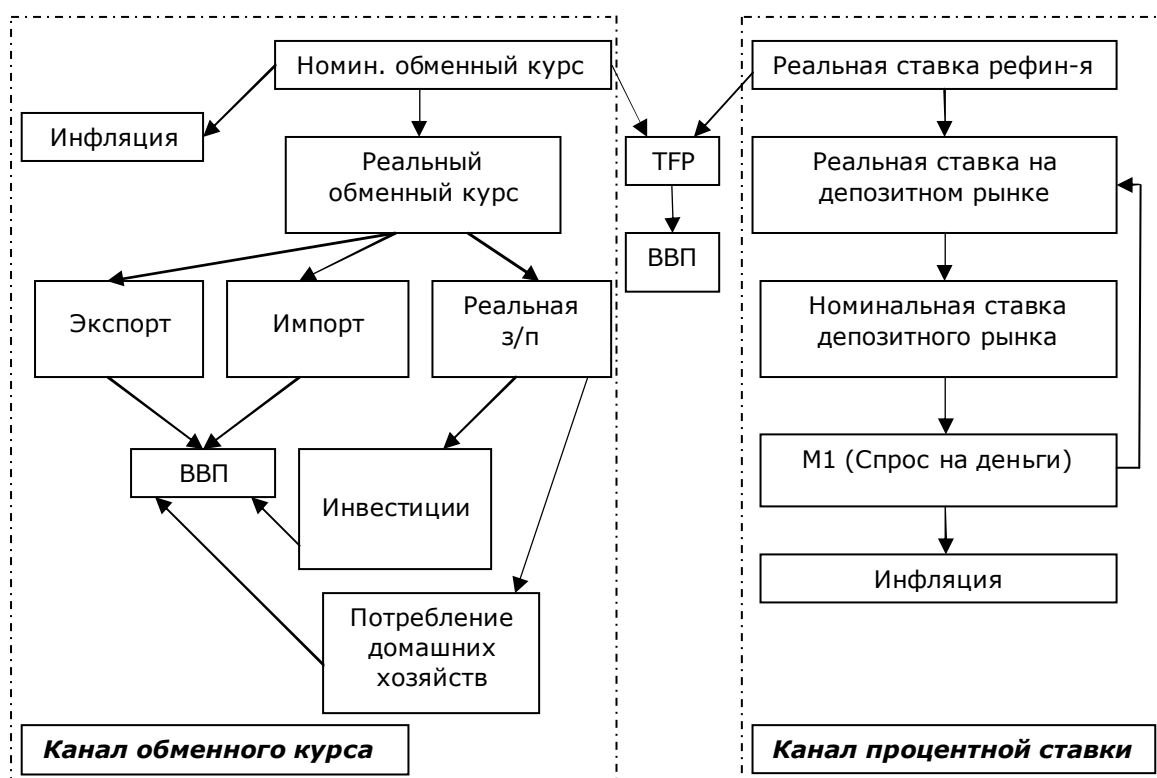
¹ Негативное влияние на получение такого результата могла оказать периодичность данных (квартальная), поскольку процентные ставки довольно волатильны и квартальная периодичность может не быть оптимальной для их анализа.

3.2.2. Методология, основанная на структурной макромодел

В квартальной макромодел

На основе квартальной макромодел

Рисунок 3 — Каналы трансмиссионного механизма в структурной макромодел белорусской экономики



Ряд специфических черт белорусской экономики, а также некоторые особенности моделирования обуславливают отличия в структуре канала обменного курса в рамках данной модели от «эталонной» структуры данного канала. Например, масштаб данной макромодел

¹ В данной модели рассматриваются экономические показатели (ВВП, инвестиции, потребление, экспорт, импорт) в реальном выражении.

рамках модели отражают механизм воздействия на переменные реального сектора экономики (компоненты совокупного спроса и ВВП) в рамках данного канала. Кроме того, спецификация модели позволяет выделить также и процентный канал ТМ. Однако следует отметить, что передаточный эффект от процентных ставок к ценам в рамках данного канала достаточно слаб¹. Кроме того, такая взаимосвязь имеет место лишь в краткосрочном периоде. Поэтому процентную ставку можно рассматривать лишь как относительно слабый фактор спроса на деньги, и лишь в краткосрочном периоде.

В целом можно сделать вывод, что и VAR-методология, и методология с использованием структурной макромоделей свидетельствуют о доминирующей роли в Беларуси канала обменного курса. В такой ситуации переход к новому режиму монетарной политики следует осуществлять с учетом особенностей передаточного эффекта от обменного курса к ценам. Вместе с тем существует ряд теоретических и эмпирических оснований предполагать, что структура каналов ТМ будет изменяться в зависимости от режима монетарной политики, т. е. переход к режиму ТИ может привести к ряду изменений в монетарной среде.

4. Применение инструментов монетарной политики в условиях режима ТИ

4.1. Операционный уровень и цели центрального банка в условиях режима ТИ

Выше было показано, что переход к режиму ТИ является довольно неоднозначным шагом, который может привести к противоречию в целях монетарной политики. Эта проблема может быть более очевидной на операционном уровне монетарной среды. В этом смысле переход к режиму ТИ означает, что центральный банк выстраивает структуру своих операций таким образом (выбирает основной инструмент монетарной политики), чтобы получить контроль над основным каналом монетарной трансмиссии.

Как правило, монетарная политика в режиме ТИ проводится в условиях наличия передаточного эффекта от процентной ставки к реальным переменным (выпуску и ценам), т. е. в условиях ТИ наиболее сильным является процентный канал² (специфицированный тем или иным образом). На первом этапе трансмиссии это означает сильный передаточный эффект от процентной ставки центрального банка к рыночной процентной ставке. Второй этап трансмиссии в этом случае предполагает быструю и значимую реакцию экономических агентов на изменение рыночной процентной ставки. Следовательно, центральный банк в условиях ТИ должен сформировать систему регулирования ликвидности таким образом, чтобы основная официальная процентная ставка (как правило, ставка по операциям на открытом рынке – ОМО (open market operations rate) передавалась в экономику в качестве средней рыночной краткосрочной процентной ставки.

Рыночная процентная ставка формируется вследствие взаимодействий коммерческих банков. Управляя своей ликвидностью, коммерческие банки планируют определенный объем своих операций в краткосрочном периоде. Поскольку центральный банк является кредитором последней инстанции, то планы коммерческих банков основываются на их ожиданиях относительно динамики ОМО и объемов предполагаемых операций с

¹ Ряд предпосылок в модели могут привести к некоторым искажениям процентного канала. Например, каузальность связи между ставкой Национального банка и рыночной ставкой по депозитам рассматривалась без предварительного тестирования.

² Это не означает, что другие каналы, которые связаны с изменением процентной ставки, не действуют в экономике, но означает, что они действуют слабее, чем процентный канал. Кроме того, в ряде случаев режим ТИ может реализовываться в случае доминирования канала цен активов.

центральный банк. Необходимый для коммерческих банков объем операций определяет ожидаемую вероятность использования основных операций рефинансирования и постоянно доступных инструментов. В свою очередь, и ожидаемая вероятность использования постоянно доступных инструментов основных операций рефинансирования, и ожидаемые процентные ставки (ОМО), а также ожидаемые процентные ставки по постоянно доступным инструментам влияют на уровень рыночной процентной ставки. Таким образом, на операционном уровне задачу центрального банка можно представить в качестве задачи минимизации спреда между процентной ставкой, ожидаемой банками, и фактической процентной ставкой. Простейшим способом выполнения этой задачи является правило изменения официальной процентной ставки таким образом, чтобы она была предсказуема для рыночных агентов и могла изменяться только в соответствии с утвержденным графиком. С этой точки зрения, центральный банк должен изменять процентную ставку в соответствии с определенными правилами.

Вместе с тем центральный банк сталкивается с более серьезной проблемой – необходимостью предсказывать краткосрочные колебания ликвидности, что является вторым фактором воздействия на уровень рыночной процентной ставки. Другими словами, центральный банк должен суметь предсказывать динамику денежных потоков, управляемых коммерческими банками, и, таким образом, снижать вероятность использования постоянно доступных инструментов. В этом случае коммерческие банки будут использовать лишь основные операции рефинансирования с процентной ставкой ОМО для удовлетворения своих потребностей в ликвидности, а потому именно данная процентная ставка будет передаваться ими на денежный рынок. Таким образом, основной проблемой для того, чтобы сделать ОМО основной ставкой регулирования ликвидности и чтобы обеспечить трансмиссию данной ставки на денежный рынок, является возможность центрального банка предсказывать краткосрочные колебания ликвидности и минимизировать использование постоянно доступных инструментов.

4.2. Трансмиссия официальной процентной ставки на денежный рынок

4.2.1. Прогнозирование краткосрочного уровня ликвидности

Краткосрочный спрос на деньги со стороны банков можно рассматривать как абсолютно неэластичный. Поэтому непредвиденное увеличение краткосрочного спроса на деньги со стороны банков приведет к увеличению процентной ставки денежного рынка в направлении ставки по постоянно доступным инструментам (и наоборот). Для прогнозирования уровня ликвидности центральный банк должен провести анализ других потенциальных источников притока или оттока ликвидности. На основе баланса центрального банка можно вывести следующее тождество:

$$\begin{aligned} & \text{избыточная (недостаточная) ликвидность} = \text{чистые иностранные} \\ & \text{активы} + \text{чистые требования к правительству} + \text{требования к банкам} + \\ & \text{прочие чистые активы} - \text{наличные деньги в обращении} - \text{обязательные} \\ & \text{резервы} - \text{уровень свободных резервов, желаемых коммерческими банками} \end{aligned} \quad (1)^1.$$

Если центральный банк владеет достаточной информацией для прогноза потоков в рамках данного балансового тождества в краткосрочном периоде, то он сможет дать состоятельный прогноз уровня ликвидности. Это даст возможность установить ставку ОМО как

¹ См. Gray, Talbot (2006).

фактическую ставку сглаживания колебаний ликвидности и обеспечить желаемое воздействие на процентную ставку денежного рынка, а впоследствии и на инфляцию.

Некоторые из этих источников ликвидности находятся под прямым контролем центрального банка, а именно: требования к банкам (за исключением требований по постоянно доступным инструментам), прочие чистые активы, а также обязательные резервы. Проблемы для осуществления качественного прогноза могут обуславливаться непредвиденными изменениями: (1) спроса на наличные деньги, (2) спроса на желаемые свободные резервы коммерческих банков, (3) чистых иностранных активов, (4) чистых требований к правительству. Принимая во внимание очень краткий период прогнозирования ликвидности и неэластичный спрос на деньги в рамках этого периода, спрос на наличные и безналичные деньги можно рассматривать как определяемый автономными и достаточно предсказуемыми факторами. Такими факторами могут быть, например, период уплаты налоговых платежей или другой сезонный фактор. Большие трудности для центрального банка составляет прогнозирование показателей, находящихся в активной части его баланса, и которые неподконтрольны ему напрямую. Например, при любом режиме обменного курса, отличного от режима свободного плавления, иностранные активы центрального банка рассматриваются в качестве поглотителя шока, для поддержания целевой величины обменного курса. Поэтому величина чистых иностранных активов в этом случае может существенно колебаться, что предопределяет также и колебания потоков ликвидности в национальной валюте. Колебание чистых иностранных активов свойственно практически всем странам, поскольку на практике режим чистого плавления фактически не используется. Но степень подверженности чистых иностранных активов колебаниям различна в зависимости от режима обменного курса: она максимальна в случае фиксированного обменного курса и минимальна в случае плавающего обменного курса. Кроме того, имеет значение и доля чистых иностранных активов в качестве балансового фактора денежного предложения. Если страна в значительной степени основывает эмиссию своей валюты на динамике чистых иностранных активов, то даже в случае плавающего обменного курса небольшой приток/отток иностранных активов может привести к значительному изменению уровня ликвидности относительно величины денежной базы.

Схожие проблемы для прогнозирования краткосрочного уровня ликвидности могут быть вызваны непредвиденными изменениями чистых требований к правительству. Данная величина отражает баланс между облигациями правительства в портфеле центрального банка и депозитов правительства в центральном банке. Как правило, основным источником депозитов, размещаемых правительством в центральном банке, являются доходы государственного бюджета. Поэтому несбалансированность бюджета на определенном временном промежутке вследствие какой-либо причины будет воздействовать на фактическую величину денежного предложения. Поэтому в странах, где динамика доходов и/или расходов бюджета подвержена существенным сезонным колебаниям или же правительство использует временные расхождения в доходах и расходах бюджета для генерирования прибыли на основе краткосрочного профицита, будут наблюдаться сезонные колебания ликвидности.

Таким образом, с одной стороны, задачей центрального банка является прогнозирование уровня краткосрочной ликвидности, что будет увеличивать степень эффективности официальной процентной ставки (ОМО) в качестве инструмента монетарной политики в режиме ТИ. Вместе с тем колебания иностранных активов и чистых требований к правительству может снизить возможности качественного прогноза динамики краткосрочной ликвидности.

В контексте прогнозирования уровня ликвидности следует рассматривать еще один инструмент монетарной политики – норму обязательного резервирования. Современная практика центральных банков подразумевает использование механизма усреднения объема обязательных резервов в рамках определенного расчетного периода выполнения резервных требований. В контексте сглаживания ликвидности данный механизм усреднения резервов является для банков дополнительным инструментом сглаживания ликвидности. Как правило, использование данного инструмента для банков приоритетно относительно постоянно доступных инструментов, но используется для регулирования достаточно малых отклонений ликвидности от целевого уровня. Поэтому данный механизм формирования обязательных резервов в некоторой степени снижает спрос на использование постоянно доступных инструментов и повышает эффективность передачи ставки ОМО на денежный рынок. Однако если ставка центрального банка изменяется в период выполнения резервных требований, то коммерческие банки будут приспосабливать свой спрос на ликвидность в направлении, обратном направлению изменения процентной ставки. В таком случае вместо того чтобы способствовать трансмиссии процентной ставки на денежный рынок, коммерческие банки, наоборот, будут препятствовать такому процессу. Наиболее простым решением в данном случае является избежание несовпадения сроков между периодом выполнения резервных требований и периодом действия официальной процентной ставки. Следовательно, процентную ставку целесообразно изменять лишь одновременно с началом нового периода выполнения резервных требований.

4.2.2. Установление коридора вокруг официальной процентной ставки

Еще одним способом, который используют центральные банки для передачи желаемого значения процентной ставки на денежный рынок, является сужение коридора между официальной процентной ставкой и ставками по постоянно доступным инструментам. Как правило, процентные ставки по данным инструментам (по кредитам овернайт и ставки по депозитам) формируют данный коридор, в пределах которого колеблются рыночные процентные ставки. Кроме того, как правило, поддерживается симметричный коридор, т. е. одинаковый спрэд между официальной процентной ставкой и ставками по кредитам овернайт, с одной стороны, и по депозитам, с другой стороны. Этот подход отражает нацеленность центрального банка на регулирование ликвидности, которая предполагает одинаковую вероятность использования постоянно доступных инструментов в любом направлении. Данный коридор также стимулирует коммерческие банки использовать ставку ОМО в качестве их основной процентной ставки, в то время как ставки по постоянно доступным инструментам носят штрафной характер. Однако широкий коридор может приводить к существенным отклонениям от ставки ОМО в случае непредвиденного изменения ликвидности. Более того, в случае отсутствия механизма усреднения резервов узкий коридор может ограничивать колебания ликвидности. Поэтому ряд центральных банков применяет тактику чрезмерно узкого коридора. Например, данный подход используют центральные банки Австралии, Канады и Новой Зеландии¹. Кроме того, в 2006 г. Банк Англии утвердил новую систему усреднения резервов, которая предполагает сужение процентного коридора в последний день расчетного периода выполнения резервных требований². В общем случае вряд ли можно определить оптимальную величину данного коридора. Кроме того, она зависит также и от других инструментов монетарной политики.

¹ См. Gray, Talbot (2006).

² Там же.

Вместе с тем, в рамках режима ТИ или же перехода к режиму ТИ, желательно, чтобы вне зависимости от ширины коридора он свидетельствовал бы о «нейтральном предпочтении уровня ликвидности» центральным банком, а не о стимулировании избытка или недостатка ликвидности. Поэтому даже в общем случае для стран с режимом ТИ будет целесообразным использование симметричного процентного коридора между ставкой ОМО и процентными ставками по постоянно доступным инструментам.

4.3. Направление изменения операционной среды монетарной политики Беларуси при переходе к режиму таргетирования инфляции

Структуру механизма регулирования ликвидности и операционную среду в Беларуси можно расценивать как достаточно развитые в соответствии с международными стандартами¹. В соответствии с принципами регулирования ликвидности операции на открытом рынке, которые можно рассматривать как основные операции рефинансирования, проводятся преимущественно в форме сделок РЕПО и ломбардных кредитов на аукционной основе. Кроме того, Национальный банк применяет механизм усреднения резервных требований, а с декабря 2007 г. согласованы между собой периоды выполнения резервных требований, проведения основных операций рефинансирования и установления новых уровней процентных ставок. Однако, несмотря на то, что законодательно установлен механизм регулирования ликвидности, близкий к эталонному, на практике он не выполняет все функции по сглаживанию колебаний ликвидности в банковской системе.

Это проявляется в ряде характеристик, свойственных операционной среде белорусской монетарной политики. Например, стоит отметить интенсивное использование постоянно доступных инструментов как в абсолютном, так и в относительном (по отношению к основным операциям рефинансирования) выражении. Колебания ликвидности происходят, главным образом, вследствие колебаний уровня чистых иностранных активов Национального банка. Обратно пропорциональная связь между динамикой чистых иностранных активов и использованием постоянно доступных инструментов наиболее наглядна с 2006 г., когда чистые иностранные активы стали основным балансовым фактором формирования денежной базы. Это означает, что до тех пор, пока значительная часть денежной базы формируется на основе изменений иностранных активов (по схожему принципу с принципом валютного комитета), будет довольно трудно осуществить состоятельный прогноз уровня краткосрочной ликвидности, а следовательно, и управлять ею. Кроме того, возможности прогнозирования уровня ликвидности в Беларуси ухудшаются за счет подверженности колебаниям еще одного балансового фактора формирования денежной базы – чистых требований к правительству. Такая ситуация обусловливается высокой волатильностью рублевых депозитов правительства в Национальном банке. В целом эти два фактора являются доминирующими в формировании денежного предложения в последние годы (см. табл. 1).

Такие взаимосвязи довольно объективно отражают на операционном уровне препятствия для перехода на режим ТИ, рассмотренные во втором разделе, а именно: долларизацию, открытость экономики и переходную среду. Балансовые факторы формирования денежной базы отражают зависимость монетарной политики от внешней конъюнктуры. Поэтому трудности в прогнозировании краткосрочного уровня ликвидности и, как следствие, в передаче официальной процентной ставки на денежный рынок следует рассматривать на

¹ Постановлением Национального банка от 05.03.2008 г. №64 были утверждены новые принципы регулирования ликвидности, еще в большей мере унифицирующие механизм регулирования ликвидности в Беларуси с международными стандартами.

стратегическом, а не на операционном уровне монетарной политики. В случае трансформаций среды монетарной политики (см. раздел 2) за счет перехода на режим ТИ это окажет влияние на механизмы управления ликвидностью банковского сектора и на механизм формирования денежной базы. В результате острота проблемы прогнозирования краткосрочного уровня ликвидности будет снижена.

Таблица 1 — Вклад балансовых факторов в прирост денежной базы (процентных пунктов)

	2003	2004	2005	2006	2007
Чистые иностранные активы	18.6	34.1	46.2	11.4	112.2
Чистые требования к правительству	30.8	-18.8	5.3	-12.7	-80.0
Требования к банкам	6.8	13.8	10.6	20.0	3.1
Прочие чистые активы	-6.8	10.9	3.1	-1.8	-11.3
Денежная база	49.9	41.9	73.7	19.8	38.4

Источник: собственные расчеты на базе данных Национального банка.

Вместе с тем стоит отметить еще два аспекта, связанных с операционной средой монетарной политики в Беларуси.

Во-первых, для Беларуси свойственно перманентное превышение объема операций по предоставлению ликвидности над операциями по изъятию ликвидности (в группе постоянно доступных инструментов). Как показано выше, эффективная политика управления ликвидностью подразумевает одинаковую вероятность использования постоянно доступных инструментов в любом из направлений. Поэтому можно предположить, что превышение кредитования над приемом средств в депозиты в рамках постоянно доступных инструментов отражает политику «ограничение ликвидности» Национального банка. Это означает, что для Национального банка ситуация недостатка ликвидности более приемлема, чем ситуация избытка ликвидности, поскольку в последнем случае Национальный банк несет убытки, предоставляя реальные средства банкам, оплачивая избыток ликвидности. Кроме того, структура существующего процентного коридора, на наш взгляд, не является оптимальной. Как правило, на практике не существует спреда между ставкой ОМО и ставкой по кредитам овернайт в рамках постоянно доступных инструментов. В то же время имеет место значительный спред между ставкой ОМО и ставкой по приему средств в депозиты. Кроме того, динамика этого спреда нестабильна как в номинальном, так и реальном выражении. Отчасти такая структура может быть полезной для формирования желаемой для Национального банка плоской временной структуры процентных ставок в зависимости от времени и/или для передачи желаемой ставки на денежный рынок за счет сужения процентного коридора у верхней границы. Но, как показано в разделе 4.2.2., такой подход возможен только в условиях предсказуемых потоков ликвидности. В противном случае существует риск того, что ставка ОМО будет утрачивать свое экономическое значение «якоря» для экономических агентов. Таким образом, на наш взгляд, при принятии решения о переходе на режим ТИ целесообразно изменить практику формирования процентного коридора в пользу симметричного коридора, где ставка ОМО будет являться средней

ставкой. Степень широты такого коридора уместно определять в зависимости от способности Национального банка предсказывать краткосрочные колебания ликвидности.

Во-вторых, следует отметить низкое экономическое значение официальной ставки рефинансирования. Сегодня данная ставка не имеет какого-либо экономического обоснования, и ни одна из операций Национального банка не основывается напрямую на этой ставке. Кроме того, спреда между фактическими ставками по операциям Национального банка и ставкой рефинансирования также подвержены колебаниям как в номинальном, так и в реальном выражении. В результате на сегодняшний день ставка рефинансирования играет роль в большей мере индикативного параметра, который посредством директивных мер связывается с кредитно-депозитным рынком. На наш взгляд, переход к режиму ТИ потребует наличия четкого информативного индикатора процентной ставки (вне зависимости от того, будет ли процентная ставка выступать в качестве целевого инструмента политики или же в качестве поглотителя шока в переходный период), которая являлась бы средней в коридоре процентных ставок. Поэтому целесообразно, чтобы официальная ставка рефинансирования отражала фактическую ставку ОМО Национального банка, а ее изменения происходили бы в соответствии с графиком и согласовались с периодом выполнения резервных требований.

5. Подходы к переходу на режим таргетирования инфляции в Беларуси

Принимая во внимание изложенные в предыдущих разделах аргументы, прямой переход на «классический» режим ТИ (без переходного периода) вряд ли целесообразен, по крайней мере, на изначальных стадиях¹. В переходный период может быть снижена зависимость ценовой динамики от колебаний обменного курса и повышено качество прогнозов инфляции.

Поэтому вначале мы проанализируем возможные опции монетарной политики (совокупность целей и используемых инструментов) для переходного периода в Беларуси. Анализируя международный опыт перехода к режиму ТИ стран с долларизированной и/или открытой экономикой, ряд исследователей помимо «классического» режима ТИ выделяют также ряд переходных форм, которые в той или иной степени связаны с режимом ТИ (см. табл. 2).

В случае режима FFCT и частично в случае режима ИТ у центрального банка сохраняется возможность предотвращать нежелательные колебания обменного курса, приводящие к изменению ценовой конкурентоспособности, что является довольно существенным для открытой экономики. Более того, данные режимы в большей мере сочетаются с потенциально высоким передаточным эффектом в рамках канала обменного курса (в большей мере FFCT, в меньшей – ИТ). Могут быть выдвинуты следующие аргументы против использования переходных режимов. Во-первых, они не в полной мере соответствуют «классическому» режиму ТИ, при котором инфляция является, безусловно, единственной конечной целью монетарной политики. Во-вторых, в рамках данных режимов может снижаться степень автоматизма монетарной политики, а потому степень ее прозрачности и публичного доверия к ней. Однако влияние фактора долларизации и большое значение внешней конкурентоспособности являются более важными для Беларуси. Кроме того, «автоматическая» монетарная политика частично теряет свои возможности предотвращать и противодействовать экономическим шокам.

¹ Данный вывод во многом зависит от времени перехода на режим ТИ. Программой развития банковского сектора Республики Беларусь на 2006 – 2010 гг. предусмотрен переход к ТИ ближе к завершению данного периода, без более детальной конкретизации. Но, вместе с тем, сомнительно, что указанные факторы – долларизация, открытость экономики и переходный контекст – могут существенно снизить свое влияние на экономику Беларуси до введения режима ТИ.

Таблица 2 — Альтернативные режимы монетарной политики

	Полноценное ТИ (Full-Fledged Inflation Targeting (FFIT))	Промежуточное ТИ (Intermediate Inflation Targeting (IIT))	ТИ в условиях боязни плавания (Fear of Floating Competitiveness Targeting (FFCT))
Первичная конечная цель	Инфляция	Инфляция	Конкурентоспособност ь
Вторая конечная цель	Конкурентоспособност ь	Конкурентоспособност ь	Инфляция
Операционная цель (инструмент)	Процентная ставка	Денежный агрегат	Темп девальвации
Первичный поглотитель шока	Обменный курс	Процентная ставка	Иностранные активы
Вторичный поглотитель шока	Иностранные активы	Обменный курс / Иностранные активы	Процентная ставка

Источник: Leiderman и др. (2006)

Поэтому, на наш взгляд, для Беларуси на первых этапах более целесообразно использование промежуточного режима ТИ (IT lite) в виде FFCT или ИТ. Зарубежный опыт показывает, что прямой переход к ТИ довольно рискован. Потому большинство стран использовали переходные режимы монетарной политики в течение определенного промежутка времени, и только впоследствии переходили на полноценный режим ТИ¹. Следует отметить, что, на наш взгляд, первоначальный выбор в Беларуси более целесообразно сделать в пользу режима FFCT, поскольку он подразумевает высокую роль обменного курса, а потому более безопасен для Беларуси. В случае если эта политика окажется эффективной и приведет к более стабильному поведению экономических агентов, снижению уровня долларизации и снижению передаточного эффекта в рамках канала обменного курса, то возможен последующий переход к ИТ. Переход к полноценному режиму ТИ можно рассматривать как следующий этап. Однако в случае негативных шоков переходный режим можно использовать на достаточно длинном временном промежутке, до тех пор, когда будут созданы необходимые предпосылки для полноценного режима ТИ,

6. Последствия перехода на режим таргетирования инфляции в долгосрочном периоде

В большинстве исследовательских работ на сегодняшний день достигнут консенсус относительно того, что центральный банк может способствовать экономическому росту наилучшим образом, обеспечивая стабильную и низкую инфляцию. Если экономические агенты ожидают низкую и стабильную инфляцию, то их поведение не подвержено различного рода искажениям, и экономика, при прочих равных условиях, достигает своего потенциала. Эмпирически такая взаимосвязь была продемонстрирована, например, в работе Fischer (1996), в которой показано, что инфляция от 1 до 3% в год является оптимальной для экономического роста. В работе Sarel (1996) показано, что взаимосвязь между инфляцией и

¹ См. Stone (2002); Stone, Bhundia (2004).

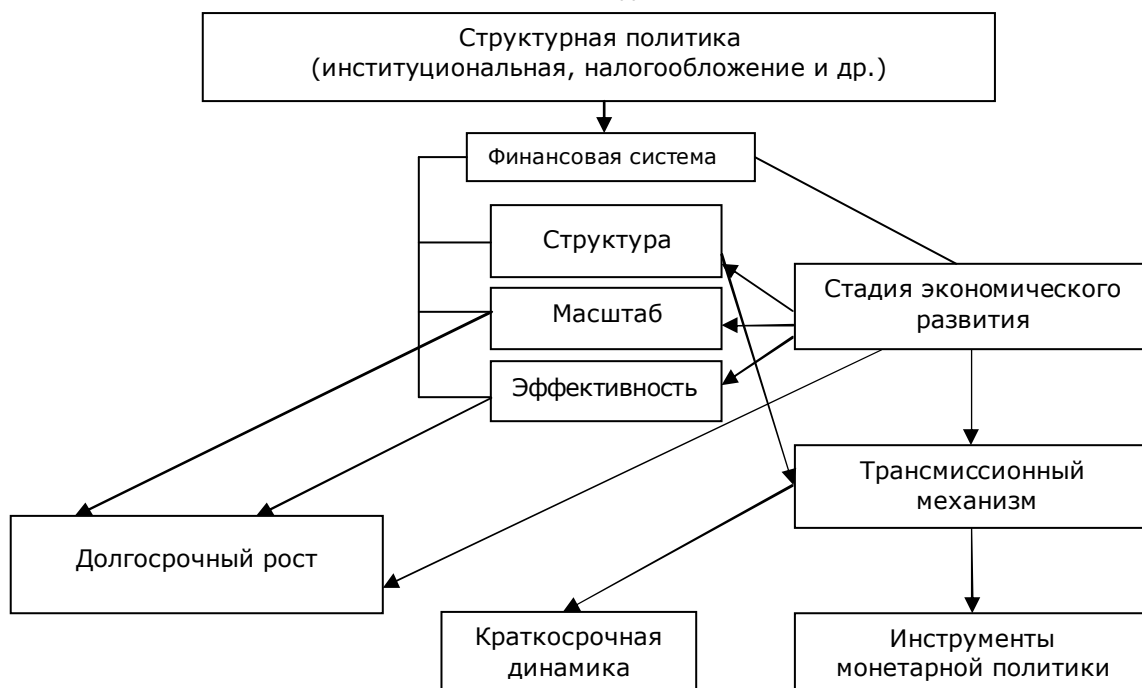
ростом изменяет направленность с прямо пропорциональной на обратно пропорциональную с уровня около 8%.

Изначальная идея режима ТИ подразумевает, что центральный банк берет на себя обязательство по поддержанию инфляции в строго определенных рамках. Эта концепция подразумевает, что монетарная политика ориентирована на будущее, а потому центральный банк берет обязательство реагировать на отклонение как фактического уровня инфляции, так и прогнозируемого уровня в рамках определенного временного горизонта от целевого уровня инфляции посредством использования своего основного инструмента. Как правило, в качестве такого инструмента рассматривается официальная процентная ставка. Вследствие такого обязательства центрального банка (если экономические агенты доверяют режиму ТИ и считают его надежным) он придает большую определенность экономическим агентам. В результате их ожидания, а следовательно, и их поведение согласуется с политикой центрального банка.

Однако, на наш взгляд, в ряде случаев (например, в случае перехода к новому монетарному режиму, в том числе режиму ТИ) стабильная и низкая инфляция может быть не единственным каналом, способствующим экономическому росту. Существует большое количество исследований, рассматривающих взаимосвязь кредитно-финансовой системы и экономического роста (обзор литературы данных работ представлен, например в Kruk (2006), Eschenbach (2004), Thiel (2001).

Несмотря на различные подходы к теоретической взаимосвязи между кредитно-финансовой системой и экономическим ростом (банковский подход, рыночный подход, подход финансовых услуг, законодательный подход), частичный консенсус может быть сформулирован следующим образом. Более масштабная и эффективная кредитно-финансовая система более благоприятна для экономического роста. Взаимосвязь между структурной политикой, кредитно-финансовой системой и ее воздействием на динамику реального сектора экономики может быть представлена следующим образом (см. рис. 4).

Рисунок 4 — Взаимосвязь между кредитно-финансовой системой и экономической динамикой



Введение нового режима монетарной политики можно рассматривать как меру структурной политики, поскольку это подразумевает создание новых стимулов для экономических агентов, включая финансовых посредников. Поэтому введение режима ТИ, помимо того, что оно может облегчить поддержание стабильной и низкой инфляции, может также влиять на кредитно-финансовую систему, создавая предпосылки для роста ее масштаба, а также ее эффективности.

Levine (2002) выделил следующие каналы, через которые финансовая система ускоряет экономический рост.

1. Оценка потенциальных инвестиционных возможностей и за счет этого осуществление корпоративного контроля.
2. Благоприятствование ликвидности и упрощение аккумуляции сбережений.
3. Способствование риск-менеджменту и снижение совокупных рисков в экономике.

В проекции относительно банковской финансовой системы данная классификация может быть представлена следующим образом: (1) сбор информации о фирмах и менеджерах и за счет этого улучшение в распределении ресурсов и способствование более качественному корпоративному управлению; (2) мобилизация капитала и использование экономии на масштабе; (3) управление межвременными рисками и рисками ликвидности и за счет содействия инвестиционной эффективности и экономическому росту. В приложении к теории экономического роста данные каналы обычно ассоциируются с производительностью капитала (в АК-моделях) или же с общефакторной производительностью, в моделях с несколькими факторами производства.

В Kruk (2006) показано, что роль белорусской банковской системы в качестве фактора, способствующего росту, достаточно низка. Основной причиной недоиспользования потенциала банковской системы с точки зрения роста является ряд искажений в действиях указанных каналов. В рамках теории финансов и роста (используя категории King и Levine (1993 b) данные искажения, присущие финансовым системам переходных стран могут быть представлены следующим образом (Kruk, 2006).

1. Низкое качество пула предпринимателей и низкая вероятность инноваций. Предприниматели конкурируют друг с другом посредством цены и объема труда и капитала, что и формирует их конкурентные преимущества. Поэтому их интерес в инновациях и осуществлении корпоративного контроля довольно низок. Более того, на данном этапе зачастую имеет место система мягких бюджетных ограничений, что также подрывает качество предпринимательского пула и склонности к инновациям.
2. Искажение в поведении банков в сфере мониторинга и отбора наиболее успешных инвестиционных проектов. В случае низкого уровня предпринимательского пула банки могут избегать процедур мониторинга, поскольку такая процедура потребует излишне высоких затрат. Более того, на данном этапе влияние правительства может быть достаточно высоко, и потому значительная часть ресурсов может распределяться в соответствии с приоритетами правительства, что подрывает стимулы банков и приводит к неэффективному размещению ресурсов. Вместе с тем такая ситуация может ухудшиться в случае, если правительство владеет значительной долей банковской системы и оказывает воздействие на направление размещения ресурсов непосредственным образом.
3. Разный уровень доступа к капиталу у разных предпринимателей. Данная характеристика является следствием предыдущей и системы мягких бюджетных

ограничений. Более того, даже если последняя проблема преодолена, банковская система, будучи безальтернативным источником заемных ресурсов, может быть заинтересована в использовании эффекта от масштаба, концентрируясь на относительно крупных предприятиях, будучи несклонной иметь дело с инвестиционными проектами малых и средних предприятий вследствие более высоких накладных расходов на единицу заемных средств.

4. Низкий уровень конкуренции в финансовом секторе. Поскольку изначально банковская система возникает преимущественно на основе бывших государственных банков, то банковская деятельность в высокой степени монополизирована этими банками. При искусственном поддержании такой ситуации она может «заморозиться», так как для того чтобы составить конкуренцию растущим госбанкам, могут понадобиться чрезмерно высокие инвестиции для данных условий деятельности.
5. Ограниченные возможности в привлечении средств и предоставлении ликвидности. С одной стороны, серьезной альтернативы банковской системе на этом этапе может и не быть как с точки зрения активных, так и пассивных операций. Но, с другой стороны, могут иметь место тенденции макроэкономического характера, например, низкий спрос на национальную валюту и валютизацию денежного обращения. В таком случае роль банков в качестве финансовых посредников существенно снижается.
6. Низкий уровень межвременного риск-менеджмента. Поскольку фирмы конкурируют за счет факторов производства, то спрос на долгосрочные инвестиционные ресурсы довольно низок. В результате банковская система преимущественно концентрируется на краткосрочных операциях, что фактически ликвидирует возможности для использования канала роста, связанного с управлением рисками.

Как показано в Kirchner, Kruk (2007), успешный и надежный режим ТИ предполагает ряд макроэкономических и финансовых предпосылок, а также стабильность внешнего и финансового секторов. Среди предпосылок следует выделить: (1) отсутствие других номинальных якорей; (2) институциональные обязательства по поддержанию ценовой стабильности; (3) отсутствие фискального доминирования в экономике; (4) независимость инструментов монетарной политики; (5) прозрачность и подотчетность политики (Mishkin, Schmidt-Hebbel (2001). Данные институциональные предпосылки предотвращают искажения, связанные с различным доступом к капиталу различных финансовых посредников, способствуют внедрению надлежащих процедур со стороны банков, лучшему риск-менеджменту и большей конкуренции в финансовом секторе экономики. Поэтому если эти предпосылки выполнены¹, мы можем предположить, что введение режима ТИ окажет благоприятный эффект на масштаб и эффективность и белорусской кредитно-финансовой системы, а потому будет способствовать долгосрочному экономическому росту. Данная гипотеза, в свою очередь, может стать одним из главных аргументов в поддержку перехода на режим ТИ.

Тестирование данной гипотезы является основным направлением для следующих исследований. Протестировать данную гипотезу представляется возможным двумя путями. Во-первых, монетарный режим можно рассматривать как отдельную институциональную

¹ Это вполне вероятно в случае с нашей страной, т. к. ряд схожих предпосылок заложен в Программу развития банковского сектора экономики Беларуси на 2006 – 2010 гг.

фиктивную переменную, используя методологию политэкономии роста (Чубрик (2002)). Кроме того, поскольку основные каналы воздействия монетарного режима на экономический рост связаны с технологическим прогрессом, т.е. с общефакторной производительностью, то данный компонент может быть выделен посредством оценки производственной функции. Следующим шагом в таком случае является оценка уравнения общефакторной производительности, в котором режим монетарной политики является объясняющей переменной. Такой подход уместен с использованием панельных данных для стран с различными режимами монетарной политики.

Во-вторых, можно протестировать значимость кредитно-финансовой системы как объясняющей экономический рост переменной, до введения режима ТИ и после такого введения данного режима. В рамках данного подхода также уместно выделение общефакторной производительности и тестирование воздействия кредитно-финансовой системы на данный показатель. Данный подход даст основания принять или отвергнуть гипотезу о том, что режим ТИ способствует увеличению масштаба и эффективности финансовой системы. Стоит отметить, что в рамках данного подхода должен выполняться ряд методологических предпосылок¹.

7. Основные выводы и направления для следующих исследований

В данной работе мы выделили ряд препятствий для введения режима таргетирования инфляции в Беларуси. Такими препятствиями являются долларизация, открытость экономики и переходная среда белорусской экономики. Оценка существующих каналов монетарной трансмиссии демонстрирует существенную роль канала обменного курса в Беларуси. Поэтому революционное изменение режима монетарной политики (введение режима ТИ) может подорвать стабильность финансовой системы вследствие балансового эффекта и нестабильности банковского сектора. Поэтому, на наш взгляд, для Беларуси более целесообразен эволюционный подход, предполагающий первоначальное проведение монетарной политики в одном из переходных монетарных режимов (FFCT или ИТ), с последующим переходом к режиму таргетирования инфляции. Кроме того, мы выделили ряд предпосылок на операционном уровне монетарной политики, необходимых для достижения успеха при переходе на режим таргетирования инфляции. Кроме того, мы предполагаем, что сегодняшние знания о режиме ТИ могут не включать возможный благоприятный эффект, оказываемый на долгосрочную экономическую динамику. В данной работе мы предлагаем ряд теоретических аргументов в поддержку такой гипотезы. Мы предполагаем, что помимо обеспечения стабильной и низкой инфляции режим таргетирования инфляции может также оказать благоприятное влияние на кредитно-финансовую систему и, как следствие, экономический рост. Мы предлагаем методологию тестирования данной гипотезы, что является направлением для последующих исследований.

Список используемых источников

Каллаур П., Комков В., Черноокый В. (2005). Механизм трансмиссии монетарной политики в экономике Беларуси, Белорусский экономический журнал, № 3.

Чубрик А. (2002). Отдача от масштаба производственной функции и общефакторная производительность: пример Польши и Беларуси, ЭКО ВЕСТ, Выпуск 2, 252 – 275.

¹ Принимая во внимание дискуссию о методологии таких исследований (Пелипас, Чубрик (2007), De Naap, Lundstrom and Sturm (2005)), методология моделирования данной взаимосвязи должна включать анализ порядка интегрированности данных. Кроме того, модель должна включать данные одного порядка интегрированности. Для того чтобы избежать использования уровней и разностей различных переменных в одном и том же уравнении, более целесообразно использовать показатель ВВП на душу населения в левой части уравнения, чем показатель роста ВВП на душу населения (Пелипас, Чубрик (2007)).

- Пелипась И., Чубрик А. (2007). Рыночные реформы и экономический рост в постсоциалистических странах: результаты экономического анализа. Рабочий материал Исследовательского центра ИПИМ WP/07/01.
- Bernanke, Mishkin (1997). Inflation Targeting: a New Framework for Monetary Policy? NBER WP No.5893.
- Bogetic, Mladenovic (2006). Inflation and the Monetary Transmission Mechanism in Belarus, 1996 – 2001, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 1 (2006).
- Daianu, Lungu (2005). Inflation Targeting, Between Rhetoric and Reality. The Case of Transition Economies, William Davidson Institute WP No.743.
- Eschenbach F. (2004). Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature, Tinbergen Institute Discussion Paper No. 039/2.
- European Central Bank (2004). The Monetary Policy of the ECB
- Fischer (1996). Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability? Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium "Achieving Price Stability".
- Gali, Manacelli (2002). Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy, NBER WP No. 8905.
- Ganev G., Molnar K., Rybinski K., Wozniak P. (2002). Transmission mechanisms of monetary policy in Central and Eastern Europe, CASE report No. 52.
- Gray, Talbot (2006). Monetary Operations, Bank of England, Handbook in Central Banking No.24.
- Horvath, Maino (2006). Monetary Transmission Mechanisms in Belarus, IMF WP/06/246.
- Jonas, Mishkin (2003). Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects, NBER WP No. 9667.
- King R., Levine R. (1993 a). Finance and growth: Schumpeter might be right, The Quarterly Journal of Economics, 108, 717 – 737.
- King R., Levine R., (1993 b). Finance, entrepreneurship, and growth: theory and evidence. Journal of Monetary Economics, 32, 513 – 542.
- Kirchner, Kruk (2007). Adopting Inflation Targeting: Overview of Preconditions and Institutional Requirement, IPM Research Centre PP/07/06.
- Kruk (2005). The Channels of Monetary Transmission in Belarus, mimeo.
- Kruk (2006). How Can Financial System Spur Growth in Transition Countries? ICEGEC Working paper №32
- Leiderman, Maino, Parrado (2006). Inflation Targeting in Dollarized Economies, IMF WP 06/157.
- Levine R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: which is better. Journal of Financial Intermediation 11, 398 – 428.
- Libich (2008). An Explicit Inflation Target as a Commitment Device, Journal of Macroeconomics, V-30, 43 – 68.
- Mishkin (2000). Inflation Targeting in Emerging Market Countries, NBER WP No.7618
- Mishkin, Schmidt-Hebbel (2001). One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know? NBER WP No.8397.
- Sarel (1996). Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth, IMF Staff Papers, V-43, 199 – 215.
- Stone (2002). Inflation Targeting Lite, IMF WP/03/12.
- Stone, Bhundia (2004). A New Taxonomy of Monetary Regimes, IMF WP/04/191.
- Svensson (1997). Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets, European Economic Review, V-41, 1111 – 1146.
- Svensson (1998). Open Economy Inflation Targeting, NBER WP No.6545.
- Thiel M. (2001). Finance and economic growth – a review of theory and available evidence, Commission of the EC, European Economy – Economic Papers, No. 158.
- Trew (2004). Endogenous growth and welfare with asymmetric information in financial intermediation. University of Warwick, MSc Dissertation in Economics.